

## **Использование инвестиционного потенциала фондового рынка России в обеспечении экономического роста**

*Исследования финансовых рынков и их составляющей – фондового рынка - стали особенно актуальны в условиях длительного подъема экономики России в 2000-2005 годах. Это связано с тем, что в ходе первого пореформенного подъема разрешение ряда макроэкономических вопросов первого десятилетия переходного периода не привело к решению проблем модернизации страны. Вывоз капитала и теневая экономика все еще очень велики, а разрыв между нормой сбережений и нормой накопления указывает на недостаточную развитость финансовых рынков и банковской системы. В этом контексте анализ проблем финансирования капиталовложений реального сектора должно быть рассмотрено как составляющая часть исследования, посвященного взаимоотношениям реального сектора с финансовой системой. Проблемы развития отдельного сегмента финансовой системы – рынка ценных бумаг – рассматриваются в данной статье.*

В современной экономической литературе имеется значительное число научных трудов, посвященных анализу текущего состояния, тенденций и перспектив развития российской экономики. Уделяется большое внимание проблеме её перехода из трансформационного в последующий функциональный период с более высокими показателями организации связей между субъектами хозяйствования и хорошими макроэкономическими характеристиками. Значительно больше распространена точка зрения, принципиальным моментом которой является обеспечение высоких темпов экономического роста.

В условиях поставленных задач по увеличению производства ВВП требуется определение источников роста, их изучение, оптимизация, диверсификация. Проведенные исследования [9] показывают необходимость повышения эффективности использования капитала, как источника формирования и стимулирования положительной динамики ВВП.

Ограниченность использования фактора «земля» общеизвестна. Фактор «труд» в России рассматривать в качестве источника роста нельзя в силу демографических причин: большинство учёных сходится во мнении об отрицательной динамике численности населения в нашей стране в средне- или даже долгосрочной перспективе. Динамично развивающиеся страны Азии, главным образом Китай, имеют другие показатели естественного прироста. Урбанизация, как механизм активизации потенциала промышленных центров, была использована в советское время ещё в период индустриализации. В настоящее время рассчитывать на этот инструмент не приходится. Таким образом, представляется крайне затруднительным использование трудовых ресурсов для внесения существенного вклада в подъем российской экономики. Речь не идёт о том, что по-

тенциал повышения эффективности труда исчерпан, скорее напротив, но серьёзным стимулом экономического роста в требуемых темпах (около 10% в год) этот фактор производства быть не может. В итоге, приходим к выводу о необходимости повышения эффективности использования фактора «капитал» в виде инвестиционных вложений, прежде всего, в основные фонды. Источником капитала при этом логично рассматривать финансовую систему.

Мировые тенденции таковы, что структурообразующим элементом финансовой системы в настоящее время становится фондовый рынок. Банки участвуют в перераспределении ресурсов, но их роль с течением времени становится всё меньше. К примеру, в 1999 году на банковские кредиты приходилась лишь четверть привлеченных бизнесом и правительствами ресурсов во всем мире. Фондовый рынок при этом становится мощным стимулятором НТП и инноваций. Отраслевой анализ эмитентов, по бумагам которых наблюдались наибольшие обороты на торговых площадках мира, свидетельствует о высоком спросе на акции высокотехнологичных компаний: телекоммуникационного сектора, информатики, биотехнологий, фармацевтики. Особенно актуально финансирование НИОКР в российской экономике: затраты на науку и доля высокотехнологичной инновационной продукции в нашей стране составляют 1% ВВП и 4-5% против 2-3% ВВП и 30-35% в развитых странах соответственно [3].

Влияние носит взаимный характер: нефинансовый сектор посредством требований к мобильности капитала и регулирования операций обуславливает динамичное развитие фондовых рынков. Интенсивные технологии, активно внедряемые на торговых площадках, повышают скорость процессов, делают фондовый рынок более доступным для массового инвестора, а участие розничных игроков в инвестиционном процессе – один из важнейших механизмов трансформации сбережений. Регулятивные механизмы также оказывают влияние на процесс аккумулирования и последующего размещения ресурсов. При отлаженной системе защиты прав инвесторов, четких правилах функционирования фондовых институтов (ПИФ, ОФБУ, пенсионные фонды, пр.) розничный игрок с большей готовностью принимает на себя риски инвестирования. В результате наблюдается рост объемов операций, повышается устойчивость рынка в целом, увеличиваются его инвестиционные возможности. Изменения происходят и в капитализации рынка.

Большую долю на фондовом рынке занимают классические бумаги - акции и облигации. Доля эмиссии ценных бумаг в разных странах и в разные периоды времени неодинакова. Так, к примеру, в США, стране с «рыночной моделью» финансовой системы с первых десятилетий 20-го века по настоящее время наблюдается высокий удельный вес долевого финансирования (около 20% в 1992 году), который, однако, с течением времени уступает место долговому финансированию (около 29% заёмных ресурсов было привлечено в 1992 году за счёт эмиссии корпоративных облигаций). В России облигационные займы также становятся всё более популярными.

Следует отметить, что снижение доли акционерного финансирования в общей сумме привлеченных инвестиций ни в коем случае не сводит роль этого инструмента на нет. В развивающихся странах, стремящихся обеспечить высо-

кие темпы роста, эмиссия акций играет важную роль. К примеру, в начале 90-х годов доля эмиссии акций в источниках финансирования инвестиций в Южной Корее составила 44,3%, в Турции – 60,9%, в Мексике – 69,4% [2]. Кроме того, в случае привлечения ресурсов в высокорискованные проекты в наукоемких отраслях альтернативы эмиссии акции просто нет. Последующее, по сравнению с первичным размещением, привлечение ресурсов в большинстве случаев ориентировано на работу с розничным инвестором. Частный участник фондового рынка всё более активно размещает временно свободные средства, как уже отмечалось выше, благодаря современным массовым технологиям, в т.ч. и возможностям сети Интернет. В феврале 2007 года в торговой системе Фондовой биржи ММВБ (первой внедрившей систему Интернет-торговли) был зарегистрирован 250-тысячный частный инвестор [5].

Касаясь вопроса количественных характеристик требуемых вливаний, следует отметить, что необходимый размер инвестиций в России в ближайшие 5 лет составляет по разным оценкам до 450 млрд. долларов США. Рассчитывать изыскать необходимую сумму только от экспортных поступлений, неверно: нефтегазовые доходы оказывают существенное влияние на инвестиционные возможности государства, однако, их сумма, хотя и значительна, но всё же недостаточна для полного удовлетворения потребности в капитале для структурной перестройки экономики. К этому стоит прибавить значительную волатильность поступлений. Доходность нефтегазового сектора коррелирует с рядом глобальных экономических, политических и даже природных факторов.

Важным в этих условиях становится принятие ряда мер по стимулированию внутренних инвестиций в условиях экономического подъёма и благоприятной конъюнктуры. Эту задачу должен взять на себя фондовый рынок. В настоящее время существует ряд обстоятельств и характеристик рынка ценных бумаг России, не позволяющих говорить о должной степени развития этой сферы финансовой системы.

#### *1. Значителен удельный вес спекулятивных операций на рынке.*

Колебания фондовых индексов, как обобщающих показателей уровня развития рынков ценных бумаг и состояния компаний-эмитентов в России высоки. Это означает высокий уровень рыночного риска, что снижает вероятность размещения ресурсов на нем долгосрочными инвесторами.

#### *2. Слабо развита инфраструктура фондового рынка.*

В ряде регионов сохраняется дефицит институциональных единиц рынка, в частности брокеров. В 2001 году численность профессиональных участников рынка ценных бумаг составляла число, более, чем в 8 раз меньшее по сравнению с докризисным 1997 годом.

#### *3. Существует проблема концентрированности рынка.*

На начало 2006 года в индекс ММВБ входят обыкновенные и/или привилегированные акции крупнейших российских эмитентов: «Аэрофлот», «АвтоВАЗ», РАО «ЕЭС», «Норильский никель», «ЛУКОЙЛ», «Мосэнерго», «Ростелеком», «Сбербанк», «Сибнефть», «Сургутнефтегаз», «Татнефть» [5]. Количество ценных бумаг для расчёта – 19. Для сравнения: индексы за рубежом включают в расчетную базу до 500 бумаг эмитентов.

#### *4. Недостаточно развитые отношения собственности.*

Слабый контроль за обеспечением прав собственников порождает глубинные проблемы. Теория «Право и финансы» западных учёных Лапорты, Лопеза-де-Силанеза, Шляйфера и Вишны [1] напрямую связывают развитие финансовой системы и динамику экономического роста с эффективностью законодательства в области прав собственников и кредиторов. В России так называемые «рейдерские» захваты компаний, удерживает собственников и менеджмент компаний от выхода на открытый рынок и разукрупнения структуры собственности. Только в Москве рейдерскими признаны более 10 захватов в 2003 году, более 50 – в 2006 году. Частично из-за этого, сформировавшийся в результате переоценки добавочный капитал не трансформирован в долевую форму (в форму акционерного капитала). По оценкам, для искоренения рейдерства необходимо изменить около 10 крупных законодательных актов.

*5. Существует психологическая проблема доверия к финансовой системе.*

Фондовый рынок, как сфера финансовой системы, отличается сходными с банковской системой характеристиками по уровню доверия населения. Существовавшая политика развития рынка ценных бумаг во многом обусловила формирование отношения неприятия информации о возможностях размещения временно свободных средств. Преодоление психологических барьеров – дело не только цифр доходности, аргументов и цитат из законодательных актов, но и времени. Вовлечение экономически активной части населения в корпоративную жизнь ведущих предприятий станет значительным фактором повышения инвестиционного потенциала рынка.

Несмотря на указанные проблемы, следует отметить, что возможности для обеспечения высоких темпов экономического роста в настоящее время уникальны. При благоприятной макроэкономической ситуации необходимо стимулирование инвестиций и промышленного производства. Возможности для этого имеются. Сумму сбережений, по разным причинам, сформированных в нашей стране, но не размещенных в России, можно оценить как значительную. Норма валовых сбережений в 2006 году по оценкам составила 28-30% или треть ВВП [3]. При этом отмечается, что в развитых странах данный показатель составляет порядка 25%. Таким образом, при эффективной финансовой системе потребность в финансировании роста может быть удовлетворена за счёт внутренних сбережений.

Структурные изменения могли бы быть более эффективными при использовании ресурсов теневой сферы. А объемы теневой экономики – сектора с инвестированием в больших объемах не в структурообразующие отрасли – значительны. По данным Росстата и минэкономразвития России удельный вес теневой экономики в целом по стране в 2004 г. составлял 44,3%, в 2005 г. – 43,6%. [7]

Существенными остаются и объемы вывоза капитала (потоки, которые можно было бы использовать в преодолении диспропорций) – оценочно 48,9 млрд. долл. США в 2004 году. При этом стоит отметить, что нулевой уровень

сальдо ввоза/вывоза капитала преодолеть удалось – в 2006 г. Чистый ввоз частного капитала достиг 41,6 млрд. долл. США [8].

Экспорт углеводородов формирует значительные потоки валютной выручки, что совсем не означает дополнительного инвестирования в обрабатывающие несырьевые секторы. Нефтедолларов ТЭК не хватает даже для должного развития самих сырьевых компаний (причина: неэффективность налогообложения, переход к агрессивным способам извлечения топлива из недр и, как следствие, замедление процессов отдачи после периода активного дебета скважины). Темп роста добычи падает, капитальные и операционные затраты растут. Потребность в ресурсах внутри только этого сектора высока, и приток иностранной валюты не перераспределяется в целевые отрасли структурной перестройки. Вывод один – рассчитывать на финансирование экономического роста исключительно доходами из нефтегазовых источников некорректно.

Поддержание экономического роста в настоящее время возможно, как минимум, с использованием двух подходов: монетаристский и активный государственный. В рамках монетаристского подхода усилия направляются на поддержание макроэкономической стабильности без значительного вмешательства в народнохозяйственные производственные и финансовые отношения и потоки. В этом случае структурная перестройка экономики осуществляется благодаря действию рыночных механизмов. Существенным недостатком данного подхода является длительность процесса – на изменение диспропорций потребуется много времени. В рамках активного государственного подхода предполагается содействие рынку в перераспределении потоков в отрасли с высоким потенциалом роста. Представляется, что этот путь поддержки роста оптимален. Структурные факторы роста оказывают более интенсивное воздействие на инвестиционные процессы и на темпы прироста ВВП.

Финансовый результат хозяйствующих субъектов также влияет на динамику инвестиций и экономический рост. На среднесрочном горизонте планирования дополнительным стимулом инвестиционного развития оказывается снижение налоговой нагрузки. Однако, основным и определяющим инструментом, воздействие которого определяет экономический рост, налоговые льготы стать не могут в силу наличия временного лага в действии механизма.

В описанных условиях следует рассматривать фондовый рынок как перспективный источник финансирования капитальных затрат и инструмент структурной перестройки. Общенациональная задача – трансформация внутренних сбережений хозяйствующих субъектов в инвестиции – обуславливает необходимость осуществления государственной поддержки соответствующих институтов и технологий. Потоки перераспределения ресурсов могут быть сосредоточены на фондовом рынке. Рынок ценных бумаг России при решении указанных в настоящей работе ограничений имеет перспективы стать центральным и определяющим звеном финансовой системы страны.

## БИБЛИОГРАФИЯ

1. Laporta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and finance // Journal of political economy, 1998, #106, p. 1113-1155.
2. Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок: в 2 т. Том 1. – М.: Наука, 2004. – С. 109.
3. Григорьев Л.М. Современное состояние развития финансовых рынков в России // Сборник «Финансовая система России и экономический рост» серии «Независимый экономический анализ». - М.: Московский общественный научный фонд; 2006. - С. 8-48.
4. Официальный сайт Агентства новостей «ИНТЕРФАКС»  
<http://www.interfax.ru/>
5. Официальный сайт Агентства экономической информации «ПРАЙМ-ТАСС»  
<http://www.prime-tass.ru/>
6. Официальный сайт российского информационного агентства «Новости»  
<http://www.rian.ru/>
7. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики  
<http://www.gks.ru/>
8. Официальный сайт Центрального банка России <http://www.cbr.ru/>
9. Струченевский А.А. Инвестиции и экономический рост в России // Сборник «Финансовая система России и экономический рост» серии «Независимый экономический анализ». - М.: Московский общественный научный фонд; 2006. - С. 73-114.
10. Тузов И.В. Перспективы развития российского и международных фондовых рынков в ближайшие пять лет // Вестник финансовой академии. – 2006. - №3. - С. 8-19.